

WORKING PAPER N° 2006 - 43

Le marché financier et l'économie, 1870-1900

Pierre-Cyrille Hautcœur

Codes JEL : N 23

**Mots-clés : systèmes financiers, Bourse, grande
dépression, longue stagnation, imperfections des
marchés, microstructures des marchés financiers**

LE MARCHÉ FINANCIER ET L'ÉCONOMIE, 1870-1900

Pierre-Cyrille HAUTCOEUR

EHESS-PSE

Ce texte constitue le chapitre 11 de l'ouvrage *Le marché financier français au XIX^e siècle*, sous la direction de G. Gallais-Hamonno et P.-C. Hautcoeur, à paraître, Publications de la Sorbonne, 2006

LE MARCHÉ FINANCIER ET L'ÉCONOMIE, 1870-1900

Un peu de macro-économie

Après l'examen conjoncturel présenté dans le chapitre précédent, on cherche à donner ici une vue d'ensemble de l'évolution du rôle des marchés financiers dans l'économie française entre 1870 et les années 1890, en utilisant notamment les termes de la théorie macro-économique¹. Dès le début, on se heurte tout d'abord à la question de la « grande dépression ». Nombre d'auteurs, qu'ils emploient ou non ce terme, ont en effet reconnu dans cette période un ralentissement global des performances macro-économiques de l'économie française². La conjonction de ce ralentissement avec celui que l'on rencontre outre-Manche ainsi que, peut-être, dans plusieurs autres pays, a donné lieu à la thèse d'une dépression profonde frappant à l'échelle internationale. Selon certains auteurs, cette dépression ne serait que la phase descendante d'un cycle long d'une amplitude d'environ cinquante ans, tandis que pour d'autres il s'agit d'un phénomène frappant principalement les pays d'industrialisation ancienne en raison de leur lenteur à entrer dans la nouvelle révolution industrielle qui démarre alors.

Parmi les théories cycliques (qui se développeront ultérieurement, en particulier durant les années 1930), plusieurs s'appuient fortement sur les aspects financiers. Pourtant, quand c'est le cas, elles tentent surtout d'expliquer les fluctuations à court terme à partir d'une succession de phases de surinvestissement (quand les anticipations sont bonnes), conduisant à une raréfaction progressive des disponibilités financières, jusqu'au moment où les projets les plus risqués n'arrivent plus à se réaliser par manque de capitaux et doivent être abandonnés, provoquant des vagues de faillites et de restructuration d'actifs. Mais, si de tels modèles semblent assez satisfaisants pour expliquer les cycles courts, ceux qui proposent des représentations des cycles longs donnent un rôle bien moindre aux marchés financiers. On trouve en effet en leur centre soit des grappes d'innovations techniques (Schumpeter), soit les fluctuations de la production mondiale de métaux précieux (y compris chez des économistes non quantitativistes). Ainsi, la dépression de la fin du siècle s'expliquerait par l'insuffisance de la production d'or par rapport

¹ La référence pour cette approche, mais sur un sujet et une période plus vastes, est l'ouvrage de M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon, *L'économie française au XIX^e siècle*, Economica, 1986. On reprendra des éléments de notre contribution : « Le marché financier français entre 1870 et 1900 », in Y. Breton, A. Broder & M. Lutfalla (dir.), *La longue stagnation en France, l'autre grande dépression, 1873-1897*, Economica, 1996.

² Cf. M. Lévy-Leboyer, « La décélération de l'économie française », art. cité.

aux besoins d'économies en expansion dont un nombre croissant (Allemagne, États-Unis, et même, de fait, la France et l'Union latine) se rattachent à un étalon-or qui devient presque mondial ; or, rares sont celles qui disposent déjà d'une banque centrale capable par sa crédibilité et son savoir-faire d'économiser le métal précieux (comme c'est le cas de l'Angleterre au terme d'un long apprentissage historique qui lui permet de se trouver désormais au centre du système monétaire mondial).

Pourtant, si les théories laissent peu de place aux problèmes financiers dans l'explication de cycles longs, il est une caractéristique de la dépression qui se rattache directement à la situation du marché financier : la baisse prolongée des taux d'intérêt à long terme que l'on constate durant toute cette période, à quelques accidents conjoncturels près. On peut même dire que cette caractéristique est l'indice le plus aisément lisible, le plus généralement vérifié et le plus indiscutable statistiquement parmi les indicateurs habituels de la crise. Dès lors, doit-on considérer que les marchés financiers sont un lieu important pour la perception de la dépression, qu'ils y jouent un rôle essentiel ou qu'ils ne font que la refléter ? Nous tentons de répondre ci-dessous à cette question au niveau macro-économique.

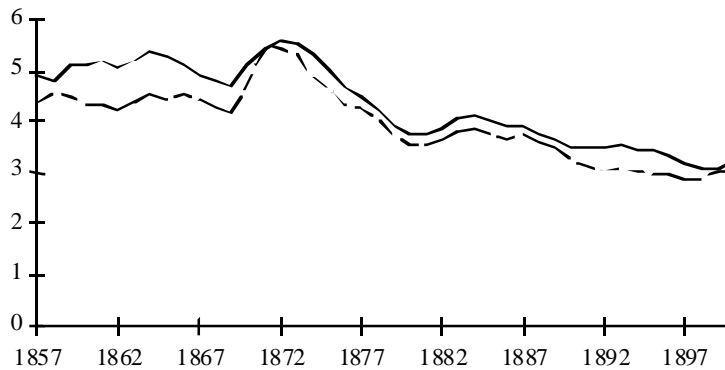
I. LA BAISSSE « SEculaire » DES TAUX DE L'INTERÊT

La baisse des taux d'intérêt à long terme semble d'autant plus une caractéristique importante de notre période qu'elle se prolonge à travers les chocs que subit l'économie (guerre de 1870 et emprunts en résultant, spéculation des années 1878-82, crises de Panama ou du Comptoir d'escompte) et qui ne parviennent qu'à l'interrompre brièvement. Ces observations interdisent par exemple d'interpréter cette baisse comme un simple progrès de la crédibilité de l'État (et donc de la baisse de la prime de risque demandée sur ces titres). En outre, la baisse tendancielle des prix durant notre période justifierait un niveau plus bas des taux d'intérêt par rapport à des périodes de hausse des prix, mais non pas leur baisse continue³, ni une baisse de cette ampleur.

Graphique 11-1

³ À moins de supposer des anticipations de prix, adaptatives sur le long terme. Mais il ne semble pas que la baisse des prix ait été perçue réellement comme un supplément de revenu des titres à revenu fixe : on la considère plutôt à l'époque comme la preuve de la difficulté de la conjoncture pour nombre de grandes industries traditionnelles (en remarquant toutefois que les indices de prix ne sont encore qu'à leurs balbutiements).

Évolution des taux à long terme (1857-1899)



Légende : rendement de la rente 3 % (en bas) et de l'indice moyen des obligations (en haut).

Source : J. Denuc, « Dividendes, valeur boursière et taux de capitalisation des valeurs mobilières françaises de 1857 à 1932 », *Bulletin de la statistique générale de la France*, 1934, XXIII, juillet, p. 691-767.

A. UNE SURABONDANCE DE L'ÉPARGNE ?

Cette baisse peut être interprétée, en première approximation, soit comme le résultat d'une insuffisance des investissements, soit comme celui d'une surabondance de l'épargne. À l'époque, c'est la seconde interprétation qui a les faveurs des économistes qui invoquent les thèses classiques de la convergence vers l'état stationnaire au fur et à mesure que l'accumulation du capital voit sa productivité marginale, et donc sa rémunération (ce qui suppose des technologies inchangées), baisser. La croissance de la capitalisation du marché boursier apparaît à tous comme un bon témoin de cette augmentation permanente et considérable des capitaux accumulés qui conduit les épargnants à perdre, en taux de rendement, tout ou partie de ce qu'ils gagnent par l'augmentation de leur épargne. En un temps où les statistiques nationales en matière d'épargne ou d'investissement sont inexistantes (il faudrait préalablement définir les notions essentielles d'une comptabilité nationale, ce qui ne sera fait que dans les années 1930 et appliqué qu'après 1945), cette constatation semble aller de soi.

En réalité, il est clair que les capitalisations boursières ne donnent qu'une vision en stock de l'épargne financière, et que leur accroissement surévalue cette dernière en en donnant une estimation brute et non pas nette (beaucoup d'émissions d'obligations consistent en un simple prolongement d'émissions antérieures, tandis que nombre de cotations correspondent à des flux d'épargne antérieurs). Au plan macro-économique, l'épargne financière ne correspond d'ailleurs qu'à une petite partie de l'épargne totale (il faut en effet y ajouter l'épargne des sociétés consacrée à l'autofinancement, et l'épargne investie directement par les particuliers), comme commencent à l'expliquer certains économistes de l'époque.

Si le volume réel de l'épargne est donc mal connu à l'époque, il n'en reste pas moins que la baisse du taux d'intérêt est unanimement attribuée à la surabondance de celle-ci. Cette surabondance résulterait de la capacité d'épargne exceptionnelle des Français (on se plaît à citer Bismarck qui la vante) et surtout de « l'égalisation des conditions » (c'est-à-dire des revenus), qui permet à toute la population d'accéder à l'épargne mobilière (cf. les textes enflammés d'Alfred Neymarck sur les « chemineaux de l'épargne », petits porteurs qui feraient la force de l'épargne française⁴). On annonce d'ailleurs que la baisse des taux d'intérêt prélude à la mort de la société de rentiers qu'était largement le XIX^e siècle, surtout quand on la combine à la hausse des salaires des domestiques, autre condition essentielle de la vie bourgeoise (une vision complète y ajouterait le baccalauréat). Enfin, l'abondance des capitaux nouveaux facilite le développement d'industries et d'activités nouvelles dont les promoteurs profiteraient, selon un discours souvent cité du très conservateur Adolphe Thiers, de l'endettement bon marché pour faire une concurrence déloyale aux capitaux accumulés antérieurement et donc aux honnêtes travailleurs qui ont travaillé toute leur vie sans courir le risque et le déshonneur liés au fait d'avoir des dettes.

Tout cela permet de montrer que les discours sur la baisse des taux d'intérêt sont pétris de craintes et émaillés de proclamations de valeurs subjectives (le Français proche de la terre, courageux et besogneux, la démocratisation qui fait disparaître le mode de vie des classes moyennes, les dangers de la concurrence et de l'industrie, sans parler même des pamphlets sur les « juifs, rois de l'époque » où est dénoncée sur un ton inquiétant la mainmise de la haute banque israélite sur les capitaux français). S'ils sont intéressants comme indices des mentalités de l'époque, ils ne suffisent pas à démontrer la réalité de l'interprétation qu'ils avancent.

Pourtant, la thèse de la surabondance des capitaux par rapport aux occasions d'investissement est également reprise actuellement par certains partisans des cycles longs appuyés sur des vagues d'innovations. L'épuisement du « système technique » (B. Gille) de la première révolution industrielle (achèvement des investissements rentables ou écologiquement tolérables dans les chemins de fer, et par voie de conséquence dans la sidérurgie, saturation des marchés dans le textile) entraînerait l'absence d'occasions d'investissements rentables, au moins dans les pays développés, ce qui expliquerait la baisse des taux. Les nouveaux secteurs qui se développeront dans les années 1890 et surtout 1900 (électricité, chimie synthétique,

⁴ Cf. A. Neymarck, *Les valeurs mobilières en France*, Berger-Levrault, 1888 ; « Le morcellement des valeurs mobilières, la part du capital et du travail », *Journal de la société de statistique de Paris*, juillet 1896, p. 253-267 & août 1896, p. 282-306 ; *Les chemineaux de l'épargne*, Alcan, 1911 ; « Les chemineaux de l'épargne », *Journal de la société de statistique de Paris*, n° 1, 1919, p. 3-7 et p. 102-124 ; On notera en ce sens que la plus petite coupure de rente française, qui avait été au début du siècle de 50 francs de rente (soit, au taux de 5 %, 1 000 francs de capital, plus d'un an de salaire ouvrier) atteint en 1870 (loi du 27 juillet) 3 francs, et en 1902 (loi du 9 juillet) 2 francs (niveau atteint pour les rentes au porteur dès le décret du 27 juin 1883).

automobile) seraient, quant à eux, encore dans l'enfance et donc incapables de redresser les anticipations des entrepreneurs et, plus encore, d'augmenter suffisamment la demande de capitaux.

Dans cette perspective, l'abondance relative de l'épargne proviendrait non pas de la généralisation dans toute la population d'un comportement d'épargne, vertu essentielle de la « race française », mais d'une distribution du revenu très inégale, alliée à l'hypothèse traditionnelle d'une propension à épargner supérieure dans les catégories les plus riches de la population. Cette inégalité de revenu serait d'ailleurs en partie liée à l'importance des revenus financiers à cette époque (de fait, les seuls paiements de l'État approchent le milliard à la fin de notre période). Cette inégalité de la répartition du revenu expliquerait également pourquoi l'épargne serait peu sensible aux taux d'intérêt (condition nécessaire pour expliquer le maintien d'une épargne élevée malgré un taux d'intérêt déclinant).

On peut cependant contester l'assertion selon laquelle les occasions d'investissement seraient rares, puisque des pays comme l'Allemagne ou les États-Unis connaissent à la même époque des taux de croissance remarquables basés sur un investissement dynamique, en partie dans les nouveaux secteurs évoqués ci-dessus. Doit-on alors parler d'un échec du patronat et des entrepreneurs français ? C'est ce que certains ont fait, mais sans parvenir à des conclusions incontestables. Ou doit-on considérer la dépression comme indépendante de ces considérations techniques ou humaines concentrées sur l'industrie en remarquant l'importance de la crise agricole (l'agriculture, dont le poids dans l'économie est encore considérable, est frappée de plein fouet par des importations à bas prix, en provenance d'Amérique en particulier) dans le ralentissement global de la croissance française ? On pourrait alors considérer soit que la défaillance des entrepreneurs explique la faible demande de capitaux en France, soit que la dépression agricole fait sortir l'épargne de la terre et la rend spécialement abondante pour l'industrie.

Une méthode plus rigoureuse consiste à reprendre les statistiques construites rétrospectivement par des auteurs récents et à chercher à replacer d'abord la baisse des taux d'intérêt dans un contexte plus large que n'est la considération exclusive des difficultés sectorielles françaises, et de chercher dans cette direction une interprétation satisfaisante de cette baisse. On verra ci-dessous que cette interprétation nous permettra de mieux comprendre le rôle du marché financier dans le fonctionnement macro-économique de notre période.

B. UNE MEILLEURE EXPLICATION ?

Une explication radicalement différente de la baisse des taux d'intérêt consiste à considérer que la France ne fait en ce domaine que suivre l'évolution internationale sans que la situation

de l'épargne ou celle de l'investissement français en soient les principaux responsables. Il se trouve en effet que c'est ce à quoi l'on doit s'attendre dans un monde comme celui de la fin du XIX^e siècle où les mouvements de capitaux sont libres et les taux de change stables. Théoriquement, les taux d'intérêt doivent alors être déterminés au niveau mondial par la confrontation de la courbe d'offre de capitaux (fonction du taux d'intérêt et de la préférence pour le présent) et de la courbe de demande de capitaux (fonction de la productivité marginale du capital). Les taux d'intérêt nationaux devraient, si on tient compte des risques spécifiques qui peuvent les différencier, n'être que les reflets de leur niveau mondial, et l'importance relative de l'investissement ou de l'épargne dans un pays se traduire par une balance des paiements déficitaire (correspondant à une entrée de capitaux permettant de financer les investissements dépassant l'épargne nationale) ou excédentaire (dans le cas inverse, c'est l'épargne nationale qui s'exporte).

On peut certes penser que le modèle théorique que nous venons de présenter n'est qu'en partie vérifié et que l'épargne a un « habitat préféré » national qui fait que le taux d'intérêt ne s'écarte pas beaucoup, en général, de celui que fixerait la seule confrontation de l'offre et de la demande de capitaux nationaux. Pourtant, notre période est certainement celle qui connaît la meilleure intégration internationale des marchés financiers, dont témoigne l'importance des titres étrangers cotés sur les principaux marchés et des émissions réalisées à l'étranger.

L'observation des tendances des taux d'intérêt sur les principaux marchés mondiaux permet d'ailleurs de conclure aisément sans trancher entre les deux thèses : la baisse des taux en France est plus faible que celle que l'on constate à l'étranger, ce qui semble indiquer d'une part que la France subit bien l'influence étrangère, mais également qu'elle la modère et la tempère par les considérations propres à son marché intérieur. Une constatation s'impose : si l'influence du marché intérieur consiste à modérer la baisse internationale des taux, la tendance nationale serait plutôt inverse de celle du marché mondial, remettant en cause l'idée de l'abondance interne de l'épargne, relativement à l'investissement, et de la baisse des taux en résultant.

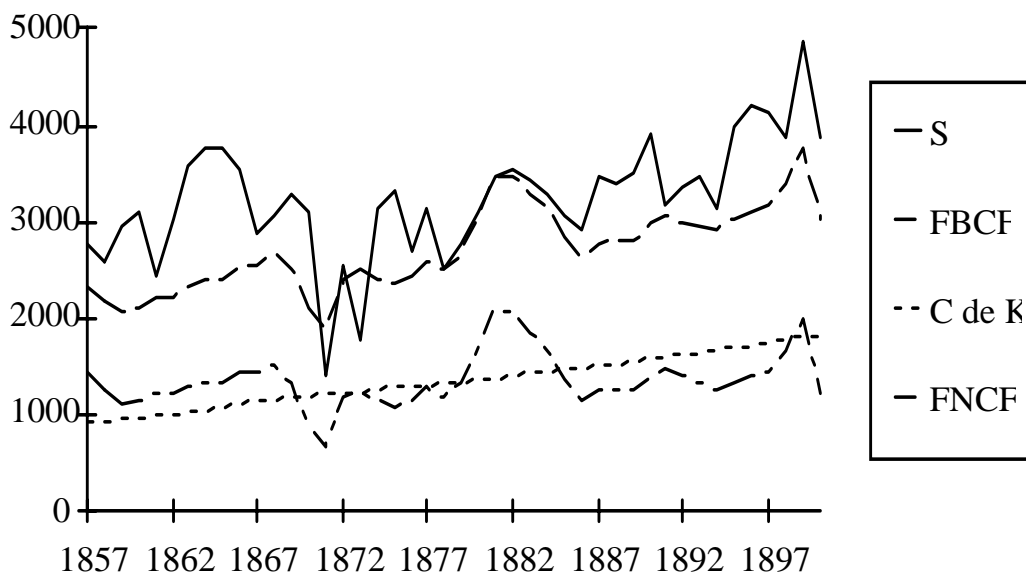
Ces remarques sont confirmées quand on examine la balance des paiements française telle qu'on a tenté de la reconstituer : alors que la France était dans les années 1850 et 1860 fortement exportatrice de capitaux (à une époque où son taux d'intérêt interne était plutôt inférieur aux taux étrangers, ce qui est parfaitement logique), elle cesse pratiquement de l'être durant la période qui nous intéresse (où son taux augmente plutôt relativement aux étrangers), de sorte que l'abondance de l'épargne nationale ne peut plus être considérée comme avérée.

Enfin, ces évolutions de l'épargne et de l'investissement, telles qu'elles résultent de cette remise dans le contexte international, ne sont pas contredites par les mesures rétrospectives de l'épargne et de l'investissement, effectuées récemment selon les critères de la comptabilité nationale moderne.

Ainsi, M. Lévy-Leboyer et F. Bourguignon montrent que notre période connaît non seulement une faiblesse de l'investissement, mais aussi une stagnation de l'épargne. Celle-ci recule à la fois en montant absolu (le niveau très élevé des années 1860 n'étant retrouvé que dans les années 1890), et surtout en pourcentage du revenu national (graphique 2).

Graphique 11- 2

Épargne et investissement de 1857 à 1900



Épargne (S), Formation brute (FBCF) et nette (FNCF) de capital fixe, et consommation de capital (CdeK), en millions de francs courants.

Source : F. Bourguignon & M. Lévy-Leboyer, *L'économie française au XIXe siècle...*, op. cit.

II. LES CONSEQUENCES

On peut donc craindre que loin d'une faiblesse indépendante de l'investissement due à une incapacité des entrepreneurs à saisir les occasions qui se présentent à l'étranger, ce soit en partie la rareté de l'épargne qui ait freiné la reprise économique, en limitant la baisse nécessaire des taux d'intérêt.

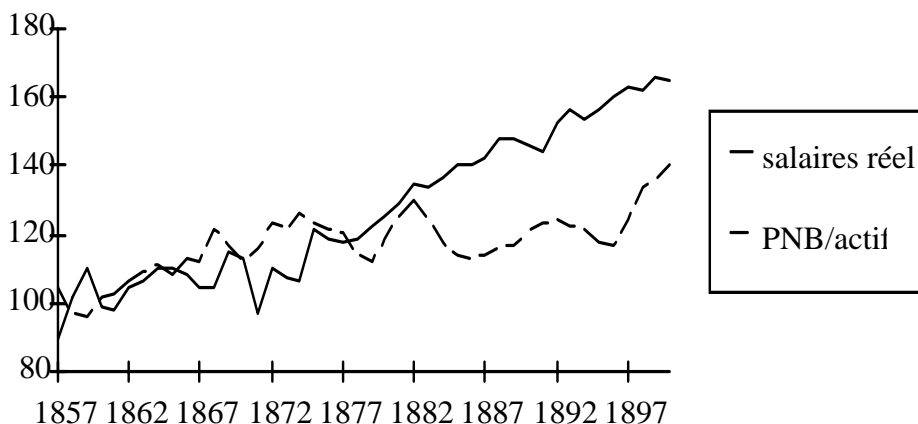
Les raisons que l'on peut invoquer pour expliquer une baisse de l'épargne sont de plusieurs types. En premier lieu, la baisse des taux constitue une désincitation à l'épargne. On manque malheureusement d'études suffisamment détaillées pour mesurer l'importance de cet effet

(d'autant qu'un effet de revenu peut compenser partiellement ou totalement celui-ci, puisque le désir de maintenir le revenu tiré de son épargne, par exemple en vue d'une retraite, peut pousser à épargner davantage en cas de baisse des taux). En second lieu, une baisse de l'épargne totale pourrait résulter d'une diminution des inégalités de revenu (sous l'hypothèse déjà citée d'une propension à épargner plus élevée dans les catégories les plus aisées). Or il semble bien que notre période connaisse une telle diminution, puisque les salaires augmentent relativement vite tandis que les taux d'intérêt, indices des revenus du capital, baissent. Un examen plus détaillé semble bien indiquer (malgré l'insuffisance des données disponibles) une augmentation de la part des salaires dans la valeur ajoutée, donc dans le revenu national (graphique 3).

On doit noter en outre que la baisse de la part des profits dans le revenu national, corrélative de la hausse de la part des salaires, pourrait expliquer une partie de la baisse de l'investissement, en particulier si l'on considère que les entreprises ou leurs créanciers exigent un taux d'autofinancement minimal, permettant seul d'éviter une dépendance réciproque périlleuse pour les deux parties (hypothèse que les affirmations habituelles des contemporains comme certaines branches de la théorie financière actuelle semblent appuyer).

Graphique 11-3

Comparaison des évolutions du PNB et des salaires réels



Légende : indices du PNB en volume par actif et des salaires réels, calculés sur la base 100=moyenne(1857-60), d'après les données de M. Lévy-Leboyer & F. Bourguignon, *op. cit.* (PNB et salaires réels) et d'O. Marchand & C. Thélot, *Deux siècles de travail en France*, INSEE, 1991, p. 170 (pour la population active, les données annuelles étant établies par interpolation linéaire entre les dates de recensement).

Une des faiblesses des arguments développés ci-dessus tient à ce qu'ils supposent que le marché financier s'ajuste parfaitement pour égaliser épargne et investissement. Ils négligent ainsi l'existence éventuelle de coûts de transaction, de rigidités, de problèmes d'information qui rendraient cet ajustement difficile ou imparfait. Il va de soi que tout marché financier réel comporte un certain nombre de ces « imperfections » (au regard de la théorie économique) : étroitesse du marché de certains titres (qu'on peut parfois interpréter en termes de monopole ou de monopsonne), spéculation écartant certains autres de leur prix d'équilibre (celui qui est justifié par les critères économiques dits « fondamentaux »), lenteur de diffusion et imperfection de l'information sur la situation réelle des entreprises émettrices. On a vu que les procédures concrètes de collecte de l'épargne privilégient largement l'État, qui bénéficie de réseaux propres de collecte inaccessibles aux autres émetteurs ; en outre, l'État jouit de divers avantages techniques même pour les émissions dans le public. Au total, il peut préempter presque sans limite l'épargne disponible. Dans leur synthèse sur l'économie française du XIX^e siècle, F. Bourguignon et M. Lévy-Leboyer considèrent en outre que l'État affecte les fonds à des dépenses plutôt qu'à des investissements rentables, de sorte que des fonds épargnés se trouvent contraints à être consommés (en termes de comptabilité nationale) et non investis.

Or, il se trouve que l'État est un emprunteur important pendant la première moitié de notre période au moins : emprunts considérables liés au paiement de l'indemnité de guerre à la Prusse, emprunts destinés au financement du plan Freycinet (jusqu'à 1884), emprunts quasi publics du Crédit foncier ou des grandes compagnies de chemins de fer que leurs tarifs trop faibles, fixés par l'État, contraignent à l'endettement y compris parfois pour le financement de dépenses de fonctionnement. Le tableau 1 montre l'importance considérable de tous ces emprunts liés à l'État durant notre période ; on peut résumer en constatant qu'entre 1861 et 1891, sur presque 40 milliards de croissance de la capitalisation boursière nominale des titres français cotés à Paris (ce qui correspond à peu près aux émissions réalisées durant cette période), près de 35 sont le fait de l'État, de collectivités publiques ou quasi publiques.

Tableau 11-1

Distribution de la capitalisation boursière par grande catégorie d'émetteurs

	1851	1861	1880	1891	1902
Valeurs françaises					
Rentes	5 721	9 000	20 385	26 018	26 029
Collectivités locales	42	169	2055	1 807	2211
Colonies				174	467
Chemins de fer	940	6 723	14 516	18 550	19 932
Crédit foncier		215	2 575	4 355	4 312
Autres sociétés	1 007	1 970	4 705	6 959	7 182
Total nominal	7 710	18 077	44 236	57 863	60 133
Total au prix de marché			46 669	58 850	64 027
Valeurs étrangères					
Fonds d'États	1 523	3 138	33 030	54 367	61 403
Chemins de fer	5	1 717	6 007	6 530	7 113
Autres sociétés	169	315	739	1 204	1 655
Total nominal	1 697	5 170	39 776	62 101	70 171
Total au prix de marché			31 515	51 261	66 093
Total général nominal	9 407	23 247	84 012	119 964	130 304
Total au prix de marché			78 184	110 111	130 120

Les données sont en millions de francs courants et en fin d'année.

Source : O. Moreau-Néret, *Les valeurs mobilières*, op. cit., p. 296.

Si le montant total de l'épargne apportée sur le marché financier est indépendant du montant des emprunts publics et parapublics, la masse de ces derniers doit bien être considérée comme une préemption de l'épargne au détriment des entreprises privées, incapables par exemple de payer des taux d'intérêt leur permettant de concurrencer un État pour lequel la contrainte de rentabilité de l'affectation des emprunts est faible (et qui peut donc payer un taux d'intérêt élevé, en plus de ses privilèges d'accès au marché). Dans la mesure où une part importante des montants recueillis par les emprunts publics ne serait pas investie mais consommée, l'investissement national est alors diminué par rapport à une situation où les entreprises privées affectent l'épargne correspondant à l'investissement.

Cependant, certaines des hypothèses faites ci-dessus ne sont probablement pas vérifiées : en premier lieu, si les dépenses publiques que l'on peut le plus aisément qualifier d'improductives, comme les intérêts de la dette publique, sont en effet celles qui augmentent le plus rapidement durant notre période, on ne peut par contre pas supposer que l'épargne totale mise sur le marché en soit indépendante. Au contraire, les intérêts payés sur la dette publique sont probablement replacés pour l'essentiel dans des achats de titres, augmentant fortement l'offre de capitaux sur le marché financier (on a vu que ces paiements atteignent un milliard de francs par an durant notre période). En second lieu, la répartition des dépenses publiques entre consommation et investissement est délicate à réaliser : les dépenses d'éducation, qui augmentent fortement durant notre période, ne peuvent-elles être considérées comme un investissement essentiel sur le long terme⁵ ? il en va de même pour d'autres dépenses et il semble malheureusement que les connaissances actuelles sur la répartition exacte des dépenses publiques ne permettent pas de trancher sur la part ni sur la tendance des investissements publics⁶. En outre, certaines de ces dépenses sont en fait socialement très inégalitaires (ainsi les dépenses d'éducation, qui constituent pour une large part des subventions déguisées aux catégories supérieures (presque les seules à bénéficier des degrés élevés de « l'instruction publique » pourtant en partie financés par des dépenses publiques), participant ainsi à augmenter probablement l'épargne des classes aisées.

Rien ne permet d'affirmer que les entreprises privées se soient fait évincer du marché financier par les emprunts publics. Certes, on peut imaginer une baisse plus importante du taux de l'intérêt permettant des émissions privées plus importantes. Cependant, la part des taux payés par les entreprises privées émettant sur le marché, constituée par le taux sans risque, est faible et, finalement, ces firmes payent davantage de primes de risque et de coûts de transaction que d'intérêts au sens strict. Aussi est-il difficile de penser qu'une baisse plus accentuée des taux sans risques (à peu de chose près, ceux payés par l'État) aurait modifié fondamentalement le coût des capitaux pour les entreprises.

Enfin, l'importance des coûts de transaction et d'information affaiblit aussi une autre hypothèse implicite du modèle présenté ci-dessus, à savoir que la demande de capitaux des entreprises est contrainte, ou au moins qu'elle serait fortement élastique à une baisse des taux d'intérêt. En réalité, il semble que la plupart des entreprises soient peu à même de recourir au marché ou ne le souhaitent pas. Souvent trop petites, ce qui entraîne des coûts d'émission considérables (car une partie des coûts est indépendante de la taille de l'émission), ces entreprises sont aussi fréquemment réticentes envers les risques de perte de contrôle ou les

⁵ Les théories modernes de la croissance mettent ce type d'investissement à égalité avec les investissements matériels dans les déterminants du développement économique à long terme.

⁶ Cf. R. Delorme & Ch. André, *L'État et l'économie*, Seuil, 1983.

risques de faillite qui résultent d'un recours soit à l'émission d'actions dans le public, soit à des emprunts. Elles préfèrent privilégier l'autofinancement, de sorte que la principale contrainte sur la croissance de l'investissement est alors leur rentabilité. Comme celle-ci se détériore en cette période de hausse des salaires réels, la baisse de l'investissement peut refléter cette contrainte, qui relève à la fois de la mauvaise organisation du marché financier et de choix économiques rationnels de la part des entrepreneurs.

Au total, le modèle selon lequel l'intervention de l'État emprunteur sur le marché financier évincerait les entreprises pour privilégier des dépenses de consommation ou des investissements improductifs est critiquable et ne saurait expliquer l'affaiblissement de la croissance durant notre période. Il reste que certaines dépenses publiques ont bien été peu productives, qu'il s'agisse du plan Freycinet (où les investissements considérables dans un troisième réseau de chemins de fer se sont avérés excessivement coûteux et peu rentables, sans parler des conséquences désastreuses pour la sidérurgie), des erreurs de surinvestissement immobilier du Crédit foncier (lesquelles furent en partie partagées par le marché) ou des efforts insuffisants pour réduire une dette publique qui fonde le mode de vie peu productif des rentiers électeurs⁷.

Si on doit donc certainement considérer l'existence de certaines inefficacités dans l'affectation par l'État d'une partie importante de l'épargne, on ne saurait en conclure trop aisément à un effet défavorable important sur l'investissement. Si l'investissement est contraint, c'est davantage le fait de l'imperfection du fonctionnement du marché financier que des emprunts excessifs de l'État (en témoigne d'ailleurs le maintien, durant presque toute notre période, d'exportations de capitaux, même si c'est à un niveau plus faible qu'antérieurement et postérieurement⁸). C'est au niveau du fonctionnement détaillé du marché boursier et des comportements de ses différents acteurs qu'il faut se placer pour comprendre plus en détail cette période, davantage qu'au niveau proprement macro-économique. C'est l'objet du prochain chapitre.

⁷ Selon B. Théret in « Régulation du déficit budgétaire, accumulation de dette publique, régimes de croissance des dépenses de l'État et régimes politiques, 1815-1939 », *Revue économique*, 1995 n° 1, p. 57-90, l'importance de la dette publique résulte dans une large mesure de la force politique des nombreux membres de la bourgeoisie pour lesquels le revenu tiré de rentes constitue une sécurité irremplaçable à la base d'un mode de vie original.

⁸ À moins de supposer que les épargnants soient prêts à prêter moins cher à l'étranger pour bénéficier de la diversification de leur portefeuille qui en résulte, l'investissement intérieur ne devrait souffrir de la baisse de l'épargne ou de son prélèvement par l'État que lorsque les exportations de capitaux auraient cessé. Le rendement élevé qui caractérise selon tous les auteurs les prêts à l'étranger rend la première hypothèse peu vraisemblable.